

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SOCIOECONÔMICO  
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**DANIELA WILL NEIS**

**ANÁLISE DOS *COVENANTS* NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO:  
PRINCIPAIS TIPOS E CARACTERÍSTICAS**

**FLORIANÓPOLIS – SC**

**2016**

**DANIELA WILL NEIS**

**ANÁLISE DOS *COVENANTS* NAS EMPRESAS DO NOVO MERCADO:  
PRINCIPAIS TIPOS E CARACTERÍSTICAS**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial à obtenção do grau de bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Professor José Alonso Borba

**FLORIANÓPOLIS – SC**

**2016**

## **AGRADECIMENTOS**

Durante a realização desse trabalho pude contar com o carinho e atenção de algumas pessoas que, sem as quais, eu não teria suportado tantas noites mal dormidas.

Agradeço primeiramente a Deus, por tudo o que Ele representa, pelo dom da vida, por sempre guiar meus passos e por colocar em meu caminho tantos anjos de luz.

Aos meus pais, Salésio e Anita, pelo amor e dedicação de todos esses anos. Vocês são o meu o maior presente!

Ao meu irmão, Daniel, por todo carinho e ajuda.

Ao meu Orientador, Prof. José Alonso, homem de um coração enorme e um humor ímpar. Sou muitíssimo grata, principalmente por toda a paciência e compreensão nessas últimas semanas. Esse trabalho não teria se realizado sem a sua ajuda. Obrigada por não me jogar da ponte. Que Deus te ilumine sempre!

Ao Lucas Maragno, pela atenção e as ideias de melhoria no trabalho, não tenho dúvida que você será um excelente profissional!

A todas as minhas amigas que me deram apoio e coragem durante a realização desse trabalho, em especial as amigas Joana, Bruna, Caroline e Laiz. Amo vocês!

A Universidade Federal de Santa Catarina, por todo o aprendizado, pelas pessoas que conheci nesse tempo, pelo amadurecimento pessoal e profissional.

Obrigada!

## RESUMO

NEIS, Daniela Will. **Análise dos *covenants* nas empresas do Novo Mercado:** principais tipos e características. 51. Monografia (Ciências Contábeis) – Departamento de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2016.

No mercado de crédito são comuns operações de empréstimos e/ou financiamentos e emissões de debêntures. Tais operações estão sujeitas a riscos e com o intuito de minimizá-los os credores estabelecem nos contratos *covenants*, cláusulas que impõem restrições e obrigações aos devedores. Esses *covenants* são frequentemente apresentados por meio de indicadores contábeis. Diante disso, buscou-se identificar as características dos *covenants* evidenciados pelas 134 empresas listadas no segmento Novo Mercado de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA. A pesquisa apresentou caráter descritivo e a coleta de dados foi secundária devido aos dados serem extraídos dos Formulários de Referência e/ou Notas Explicativas das companhias. Constatou-se que apenas 55% das empresas empregaram a terminologia *covenant* para relatar as cláusulas contratuais. Os resultados mostram que os credores ao estabelecerem cláusulas restritivas, optam pelas que impõem restrições e limites por meio de indicadores financeiros que utilizam em seu cálculo, contas relacionadas ao Balanço Patrimonial com a Demonstração do Resultado. Dentre os *covenants* relatados nos formulários, os mais utilizados pelos credores são o de cobertura da dívida, cobertura de juros e índice de liquidez.

**Palavras-chave:** *Covenants*. Indicadores. Novo Mercado.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>6</b>
1.1 TEMA E PROBLEMA.....	7
1.2 OBJETIVOS .....	9
1.2.1 Objetivo Geral .....	9
1.2.2 Objetivos Específicos .....	9
1.3 JUSTIFICATIVA .....	9
1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA .....	10
1.5 ORGANIZAÇÃO .....	11
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>12</b>
2.1 <i>COVENANTS</i> – Definição e importância .....	12
2.1.1 Classificação dos <i>covenants</i> .....	14
2.1.2 Violação dos <i>covenants</i> .....	15
2.1.3 <i>Covenants</i> e o conflito de agência .....	15
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	17
2.2.1 Novo Mercado .....	19
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>21</b>
3.1 COLETA DE DADOS .....	22
3.2 ORGANIZAÇÃO DOS DADOS .....	23
<b>4 ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>25</b>
4.1 EVIDENCIAÇÃO DO TERMO <i>COVENANT</i> E OUTRAS TERMINOLOGIAS .....	25
4.2 CLASSIFICAÇÃO <i>COVENANTS</i> FINANCEIROS E NÃO FINANCEIROS .....	28
4.3 <i>COVENANTS</i> FINANCEIROS .....	29
4.3.1 <i>Covenants</i> relacionados ao Balanço Patrimonial .....	30
4.3.2 <i>Covenants</i> relacionados à Demonstração do Resultado .....	32
4.3.3 <i>Covenants</i> híbridos.....	33
4.3.4 Comparações entre os tipos de <i>covenants</i> .....	34
4.4 COMPARAÇÕES COM ESTUDO ANTERIOR .....	37
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>39</b>
5.1 RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS.....	40
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>41</b>
<b>APÊNDICES .....</b>	<b>45</b>
<b>APÊNDICE A – EMPRESAS DO NOVO MERCADO .....</b>	<b>45</b>
<b>APÊNDICE B – TIPOS DE <i>COVENANTS</i> FINANCEIROS .....</b>	<b>458</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A aquisição de empréstimos, financiamentos e debêntures são importantes para o desenvolvimento das empresas, do mercado financeiro, do mercado de crédito e, conseqüentemente, do país. As operações de crédito estão sujeitas a uma avaliação dos riscos presentes nos interesses do credor e do devedor, visto que, o objetivo do credor é garantir o recebimento dos recursos emprestados e do devedor, obter o capital necessário para seus investimentos.

De acordo com Silva (2000) "o crédito, no sentido restrito, consiste na entrega de um bem ou de um valor presente mediante a promessa de pagamento em data futura. Enquanto promessa de pagamento, há o risco de a mesma não ser cumprida". Ainda segundo o autor, a formalização de um acordo de crédito através de um contrato elaborado entre o credor e o devedor, é uma segurança ao credor no direito de receber, independente da vontade do devedor pagar.

Já em relação ao risco nessas operações de crédito, Borges e Junior (2001) definem como "ocorrência de qualquer fato adverso para uma dada situação esperada". De acordo com os autores, o risco nas operações de crédito está relacionado à possibilidade de ocorrência de perdas por inadimplência e ao descumprimento dos instrumentos contratuais por parte do devedor. O risco na operação da concessão de crédito deve ser mitigado, reduzido, ou simplesmente evitado, buscando uma adequada relação entre retorno e risco.

Com o objetivo de mitigar os riscos identificados na operação e minimizar a possibilidade do não recebimento da dívida, os credores podem impor deveres e restrições aos devedores na forma de *covenants* nos contratos de dívidas.

Segundo Borges (1999, p.13), *covenants* pode ser definido, no direito anglo-saxão como

(...) um compromisso ou promessa em qualquer contrato formal de dívida, reconhecido em lei, protegendo os interesses do credor e estabelecendo que determinados atos não devam cumprir-se, podendo ser traduzido como compromissos restritivos (*restrictive covenants*) ou obrigações de proteção (*protective covenants*).

*Covenants*, portanto, são cláusulas que servem como uma espécie de garantia, estabelecendo compromissos e limites à empresa tomadora de recursos para assegurar a capacidade de pagamento.

O não cumprimento das cláusulas contratuais ocasiona na antecipação do pagamento da dívida pelo devedor ou, segundo Perin e Glitz (2015, p.1378) "ao invés de se invocar o

vencimento antecipado de toda a dívida que certamente seria extremamente onerosa para o devedor, é a cobrança de uma “*fee*” (taxa) ou “*waiver fee*” (taxa de renúncia)”. Conforme o autor, enquanto o primeiro implica em uma “multa” pelo descumprimento da obrigação, o segundo posterga a dívida num prazo específico através de pagamento de “taxa”.

Além de reduzir o risco de inadimplência da dívida, as cláusulas contratuais minimizam os conflitos de agência entre a empresa e o credor. De acordo com Smith e Warner (1979, *apud* BEIRUTH, 2015), é possível utilizar dados contábeis para restringir ações dos administradores e acionistas que são contra aos interesses dos credores, assim como os autores Christensen e Nikolaev (2012) que, a partir disso, afirmam que os *covenants* são instrumentos importantes nos contratos de crédito.

No campo das ciências contábeis o estudo dos *covenants* é relevante, pois de acordo com Silva (2008, p.8) "a presença de cláusulas restritivas (*covenants*) nos contratos de dívidas calculadas com números contábeis servirá como incentivo para que os administradores adotem práticas contábeis voluntárias que impeçam o descumprimento dessas cláusulas". Portanto, o profissional contábil deve estar sempre atento a escolher as melhores práticas contábeis no intuito de evitar a quebra dos *covenants*.

## 1.1 TEMA E PROBLEMA

No atual contexto empresarial, a informação é um recurso imprescindível para as empresas (McGEE e PRUSAK, 1994). A gestão empresarial necessita de informações e instrumentos que auxiliem o gestor a tomar a decisão mais adequada.

A Contabilidade como instrumento de gestão objetiva fornecer aos seus usuários, informações para apoio à tomada de decisão. Segundo Marion (2009), a Contabilidade auxilia na tomada de decisões, sendo um importante instrumento para as empresas. É responsável por coletar, mensurar monetariamente e registrar os dados econômicos, transformando-os em informações para os relatórios ou comunicados.

Assaf Neto (1997) afirma que a continuidade de qualquer negócio depende da qualidade das decisões tomadas por seus administradores nos vários níveis organizacionais. E estas decisões, por sua vez, são tomadas com os dados e as informações viabilizados pela Contabilidade, levantados pelo comportamento do mercado e desempenho interno da empresa. Torna-se necessário, portanto, a análise dos indicadores financeiros.

Conforme Takashina (1996), *apud* Camargo (2000, p.27),

os indicadores devem estar sempre associados às áreas do negócio cujos desempenhos causam maior impacto no sucesso da organização. Desta forma, eles dão suporte à análise crítica dos resultados do negócio, às tomadas de decisão e ao replanejamento.

Ainda segundo o autor, os indicadores auxiliam nos processos revolucionários e de melhorias incrementais, quando permitem, mediante valores comparativos referenciais, demonstrar o posicionamento dos processos e, conseqüentemente, da organização no mercado em que atua.

Segundo Pereira e Oscar (2016), entre os anos de 2005 a 2013, o mercado financeiro encontrava-se numa situação favorável ao crédito, com baixo custo e incentivo do governo. Porém, as dívidas contraídas pelas empresas nesse período, começam a vencer na atual situação econômica do país. Com a economia, consumo e produtividade caindo, a capacidade de pagamento (relação entre dívida líquida e EBTIDA) tornou-se o indicador mais preocupante para as empresas. A margem líquida em 2015 recuou aos mesmos níveis de 2003. Nos últimos sete anos, as empresas contraíram mais que o dobro das dívidas. Por causa disso, segundo a agência de classificação de risco, 53% das companhias brasileiras acompanhadas pela Fitch correm o risco de ter as notas de crédito rebaixadas.

Ainda conforme os autores,

a lista de empresas que já descumpriram os *covenants* é extensa, inclui grupos como Ampla, Light, AES Sul, Arteris, Oi e Gol. No caso da Ampla, ela propôs aos debenturistas que a quebra das cláusulas não acionasse o vencimento automático da dívida. A Oi pediu a suspensão temporária dos *covenants*.

Pesquisas anteriores mostram que os *covenants* mais utilizados são os indicadores que medem a cobertura de juros, de despesas financeiras, do serviço de dívida, nível de endividamento, liquidez, pagamento de dividendos e manutenção de capital de giro mínimo. (COTTER, 1998; RAMSAY; SIDHU 1999; FINNERTY, 1999; BORGES, 1999, MATHER; PEIRSON, 2006; XAVIER, 2014).

Diante do exposto, percebe-se que os principais *covenants* estão relacionados aos indicadores que avaliam a situação financeira e econômica da empresa, através dos dados evidenciados no Balanço Patrimonial e na Demonstração do Resultado da companhia.

Considerando os inúmeros contratos de crédito, suas cláusulas restritivas e sua importância, formulou-se a seguinte pergunta de pesquisa: **quais as características dos principais *covenants* evidenciados pelas empresas do Novo Mercado?**



## 1.2 OBJETIVOS

A seguir, são apresentados os objetivos geral e específicos deste trabalho, como forma de melhor esclarecer o tema abordado e os resultados pretendidos.

### 1.2.1 Objetivo Geral

O presente trabalho tem como objetivo geral identificar as características dos *covenants* evidenciados pelas empresas que fazem parte do Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

Com o propósito de alcançar o objetivo geral e responder ao problema central da pesquisa, considerando as companhias de capital aberto que fazem parte do segmento Novo Mercado da BM&FBOVESPA, foram formulados os seguintes objetivos específicos:

- a) relatar os tipos de *covenants* e terminologias evidenciados pelas empresas;
- b) especificar os *covenants* financeiros e não financeiros relatados dentre as empresas;
- c) classificar os *covenants* financeiros em relação ao Balanço Patrimonial e a Demonstração do Resultado.

## 1.3 JUSTIFICATIVA

Os *covenants* são importantes, pois protegem os interesses do credor, possibilitam a redução do risco de não recebimento do valor emprestado, e também uma taxa de juros menor ao devedor, reduzindo dessa forma, o custo da dívida. Conforme relatado pela empresa Even (2015) em seu formulário de referência,

Caso um covenant seja quebrado, o credor tem o direito de requerer o vencimento antecipado da dívida. Estas condições têm por objetivo reduzir o risco de não recebimento por parte do credor e, também reduzir o custo da dívida.

Watts e Zimmerman (1986) *apud* Beiruth (2015) relatam que os *covenants* são frequentemente apresentados por meio de indicadores contábeis, e que há uma forte relação entre *covenants* e as informações contábeis. A partir disso, este estudo torna-se relevante por

ter como um de seus objetivos específicos, classificar os indicadores contábeis evidenciados como *covenants*, em relação ao Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado.

De acordo com Perin e Glitz (2015, p. 1379) “como mecanismo financeiro, o *covenant* tem-se mostrado útil não só do ponto de vista de permitir a avaliação (e minoração) dos riscos creditícios, como, em alguma medida, a ingerência do credor bancário na atividade empresarial”. Portanto, no campo profissional, é essencial que o profissional contábil conheça os *covenants* presentes nos contratos de crédito realizados por seus clientes, e realize as melhores práticas contábeis a fim de evitar o não cumprimento da obrigação. Se uma empresa não tem uma contabilidade bem gerenciada, corre o risco de deixar de atender aos *covenants* definidos nos contratos.

Ainda conforme Perin e Glitz (2015, p.1376) “como se trata de uma cláusula de significativo uso em contratos de financiamentos bancários nos Estados Unidos, o *covenant* vem sendo utilizado em um grande número de casos brasileiros no que diz respeito à emissão de debêntures”. Dessa forma, o estudo se justifica em uma vez que trata de cláusulas restritivas amplamente utilizadas pelos analistas de investimentos.

Segundo Beiruth (2015, p.23) “a escassez de estudos relativos a *covenants* no Brasil, mesmo com a relevância do mercado de crédito frente ao mercado de capitais é o fator preponderante para a realização do estudo”. Conforme o autor, os contratos de créditos ajudam as empresas a financiar suas operações e funcionamento e, ao estudar as cláusulas restritivas têm-se uma interdisciplinaridade do estudo, abrangendo aspectos das Ciências Contábeis, das Ciências Econômicas e do Direito.

#### 1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

Nesta seção são apresentadas as delimitações que o presente trabalho pretende abordar ou realizar, visando alcançar os objetivos.

Partindo do conhecimento que existem várias cláusulas contratuais nos contratos de dívida que são importantes para o desempenho econômico, financeiro e patrimonial da empresa, auxiliando nas tomadas de decisões, pretende-se limitar essa pesquisa às cláusulas contratuais que apresentam *covenants* informados pelas empresas nos formulários de referência e/ou notas explicativas.

Devido a principal fonte de pesquisa deste estudo os formulários de referência e notas explicativas divulgadas pelas companhias.

Por fim, o trabalho delimita-se a um estudo de 134 empresas listadas no segmento Novo Mercado de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, no ano de 2014.

## 1.5 ORGANIZAÇÃO

Com o propósito de facilitar a compreensão e leitura do conteúdo, o presente trabalho monográfico é dividido em quatro capítulos, os quais são apresentados a seguir.

O capítulo um é composto pela introdução, onde é realizada uma breve explanação do tema e problema de pesquisa. Após, são apresentados os objetivos geral e específicos, assim como a justificativa para o tema, e suas limitações.

O capítulo dois, por sua vez, trata da fundamentação teórica. Neste capítulo são apresentados os conceitos que sustentam o assunto pesquisado e serve de base para análise dos dados coletados.

O terceiro capítulo dedica-se a metodologia da pesquisa, apresentará a parte prática do trabalho como coleta e organização de dados.

No quarto capítulo é realizada a exposição e análise dos resultados obtidos.

Por fim, o último capítulo trata das considerações finais, onde são delineadas as conclusões da pesquisa em virtude dos resultados encontrados, suas limitações e recomendações para trabalhos futuros nesta mesma linha de pesquisa.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 COVENANTS – Definição e importância

As empresas e instituições financeiras ao gerenciar um financiamento ou emitir debêntures impõem no contrato cláusulas de deveres e obrigações ao tomador de recursos como uma espécie de garantia a fim de mitigar os riscos, principalmente no que se refere ao recebimento da dívida. Estas cláusulas de restrições são chamadas de *covenants*.

Segundo Perin e Glitz (2015, p.1377), os *covenants* são bastante utilizados nos Estados Unidos, e no inglês, o vocábulo significa algo próximo às noções de convenção, pacto, convênio, cláusula de contrato. Os autores definem *covenant* como:

uma cláusula pactuada entre o agente financiador e o tomador de crédito, de modo a se resguardar o credor em situações de possível inadimplemento ou de eventuais modificações estruturais por parte da tomadora dos recursos.

Borges (1999, p.13) complementa a definição como “um sistema de garantia indireta, próprio de financiamentos, representado por um conjunto de obrigações contratuais acessórias, positivas ou negativas, objetivando o pagamento da dívida”. Segundo o autor, equiparam-se as obrigações de fazer e não fazer, presentes no Código Civil como obrigações civis ou comerciais acessórias. As obrigações de fazer, positivas, estariam relacionadas às práticas de gestão indispensáveis a empresa, como por exemplos: manter escrituração adequada, ceder cópias das demonstrações financeiras auditadas, informar fatos relevantes e suas prevenções. Enquanto as obrigações de não fazer, negativas, são limitações impostas aos administradores, exemplos: não assumir ou garantir obrigações de terceiros, exceto as ordinárias, não permitir privilégios e prioridades.

A principal função do *covenant*, portanto, é controlar as atividades da empresa, limitando ou requerendo certas ações do devedor. A partir disso, evita-se que o devedor não efetue o pagamento da dívida ou gere um pedido de recuperação judicial. Segundo Silva (2008) os contratos de títulos de dívidas geralmente possuem uma cláusula de vencimento antecipado da dívida em casos de inadimplemento das obrigações. Dessa forma os credores podem exigir, se estabelecido no contrato, o pagamento antecipado da dívida.

Silva (2008, p.43) descreve sobre as vantagens e desvantagens dos *covenants* da seguinte forma:

A inclusão de *covenants* em títulos de dívida pode apresentar custos e benefícios para o acionista. Os custos são incorridos se os *covenants* proibirem os

administradores de tomar ações que maximizem o valor da empresa ou induzi-los a escolher ações que não maximizam o valor da empresa. Os benefícios surgem se os *covenants* proibirem o administrador de tomar ações oportunistas que reduzam o valor da empresa e induzam os administradores a não tomarem essas ações.

Os *covenants* podem funcionar como uma forma de incentivo aos administradores, para que busquem as melhores práticas contábeis a fim de cumprir as cláusulas contratuais. São instrumentos importantes do mercado financeiro, pois, visam garantir o cumprimento do contrato ou punir a empresa devedora em caso de descumprimento das cláusulas ou inadimplência da obrigação.

São importantes redutores de risco de crédito nas operações, pois impõem limites às atividades da empresa, impedindo o uso inadequado do capital de terceiros por parte da administração, que teria como consequência indireta o aumento no recebimento dos recursos fornecidos por parte dos credores (BEIRUTH, 2015).

Outra fundamental importância dos *covenants* nas operações de crédito, é que estes reduzem os conflitos de interesses entre o credor e o devedor. Beiruth (2015) justifica essa importância afirmando que "*covenants* são utilizados como meios de proteção por parte dos credores a fim de reduzir os conflitos existentes entre empresas e credores, e com isso garantir a realização de um maior número de transações no mercado financeiro".

Os *covenants* estabelecem limites e condutas voltadas à postura, finanças e credibilidade da empresa, asseguram um maior controle referente ao cumprimento das cláusulas contratuais e às condutas do devedor. Para Mello (2015) os *covenants* são importantes, pois

por se apresentarem como obrigações livremente pactuadas e no âmbito da racionalidade negocial, harmonizam-se perfeitamente ao direito brasileiro. Perfeitos, pois, para situações em que garantias típicas não são suficientes para promover negócios e viabilizar o desenvolvimento.

*Covenants*, portanto, são uma espécie de garantia que tem o foco na boa administração e integridade do patrimônio. São importantes, pois buscam muito mais a credibilidade do devedor diferente das garantias reais ou pessoais disponíveis no mercado, caso das garantias hipotecárias, pignoratícias ou fidejussórias (BORGES, 2002).

Assaf Neto (1997) amplia essa ideia afirmando que a qualidade das decisões tomadas é fundamental para a continuidade de qualquer negócio, independentemente do nível organizacional. A contabilidade, por sua vez, auxilia estas decisões disponibilizando dados e informações retiradas através do comportamento do mercado e desempenho da organização, podendo ser analisados através dos indicadores financeiros.

Os indicadores contábeis, presentes nas cláusulas contratuais, são essenciais para que seja possível analisar de forma mais específica um determinado ponto dentro do desempenho econômico, financeiro ou patrimonial da empresa.

### 2.1.1 Classificação dos *covenants*

Nas pesquisas sobre *covenants*, há várias terminologias para classificá-los. Para melhor explorá-las, o Quadro 1 apresenta as principais classificações e suas nomenclaturas, conforme Frost e Bernard (1989); Ramsay e Sidhu (1998); Mather e Peirson (2006); Ross, Westerfield e Jaffe (2009).

**Quadro 1 – Classificações dos *covenants* conforme autores**

<b>Autores</b>	<b>Classificação</b>
Frost e Bernard	<i>Covenants</i> contábeis afirmativos
	<i>Covenants</i> contábeis negativos
Ramsay e Sidhu	<i>Covenants</i> segurança
	<i>Covenants</i> baseados em dados contábeis
	<i>Covenants</i> baseados em dados não contábeis
Mather e Peirson	Contábeis (financeiros)
	Não contábeis (não financeiros)
Ross, Westerfield e Jaffe	Cláusulas positivas
	Cláusulas negativas

Fonte: Frost e Bernard (1989); Ramsay e Sidhu (1998); Mather e Peirson (2006); Ross, Westerfield e Jaffe (2009).

Os *covenants* baseados em dados contábeis, financeiros, positivos e afirmativos, apresentam em suas cláusulas obrigações baseadas em dados ou indicadores contábeis, à empresa devedora. São atividades ou ações impostas aos administradores, por exemplo, manter a margem líquida ou índice de liquidez em certo nível.

Os *covenants* baseados em dados não contábeis, não financeiros ou negativos, apresentam em suas cláusulas limitações ou proibições às atividades e ações dos administradores. Exemplo: não poder pagar dividendos, proibir a venda de ativos.

Enquanto isso, os *covenants* de segurança sugerido por Ramsay e Sidhu (1998) buscam garantir o pagamento do principal da dívida em casos de liquidação da empresa ou falência, por exemplo, que surgem principalmente a partir do descumprimento dos *covenants*.

### 2.1.2 Violação dos *covenants*

A violação de um *covenant*, sobretudo, ocorre quando uma empresa não consegue atender aos deveres e obrigações exigidas nas cláusulas pactuadas nos títulos de dívidas. A quebra de um *covenant* pode estar diretamente ligada às dificuldades financeiras, como a probabilidade de falência da empresa, não ocorrendo dessa forma, o pagamento dos juros e do principal da dívida. Segundo Silva (2008, p.54) a principal consequência da violação “é que os credores passam a ter a opção de exercer o direito contratual de impor custos de reestruturação, refinanciamento ou renegociação das dívidas”. O autor destaca algumas consequências pela quebra de *covenants*:

- (a) exigir o pagamento imediato da dívida ou a venda de ativos para pagar a dívida;
- (b) exigir a aceleração do prazo de pagamento da dívida; (c) transformar a dívida em participação acionária; (d) aumentar a taxa de juros; (e) exigir aumento de garantias;
- (f) restringir a contratação de novos empréstimos; (g) impor *covenants* adicionais;
- (h) suspender o pagamento de dívidas sem preferência; (i) cobrar taxas para reestruturar a dívida.

Percebe-se que a violação dos *covenants* contábeis pode causar diversas consequências econômicas ao devedor, estando sujeito a condições menos favoráveis. Conforme Beiruth (2015, p.40) os *covenants* baseados em indicadores contábeis nesse caso são importantes, pois “facilitam o controle por parte dos credores, sem a necessidade de participarem do cotidiano da empresa, mas analisando os demonstrativos financeiros da empresa”.

Segundo Perin e Glitz (2015), uma prática bastante usual do mercado bancário e que pode ser utilizada nos casos de violação aos *covenants*, é requerer uma taxa (*fee*), uma espécie de multa pelo descumprimento da cláusula, ou uma taxa de renúncia (*waiver fee*), onde o devedor recebe um prazo para cumprir com a condição, sujeito ao pagamento da taxa.

Já para Silva (2008) há dois tipos de perdão: temporário ou permanente. O perdão temporário é estabelecido durante um curto período de tempo, para que a empresa possa se adequar os limites impostos nos *covenants* contábeis presentes no contrato de dívida. No perdão permanente a empresa é dispensada de cumprir os *covenants* acordados durante um longo período ou até mesmo isentar-se do pagamento da dívida.

### 2.1.3 *Covenants* e o conflito de agência

Jensen e Meckling, em 1976, foram os precursores nos estudos sobre os problemas de agência, publicando pesquisas realizadas em empresas norte americanas e britânicas, originando o conceito de teoria da firma ou teoria do agente-principal. As pesquisas

desenvolvidas mostravam os principais problemas enfrentados numa organização entre os diversos participantes, investidores, acionistas, gestores, credores e outros. Segundo os pesquisadores, o problema de agência ocorria quando o sócio (principal) contratava um agente para administrar a empresa em seu lugar. A partir disso, observou-se que cada parte agia conforme seus interesses individuais e não em benefício da organização (IBGC, 2016).

O conflito de agência acontece devido a divergência de interesses entre as partes interessadas na empresa. Enquanto os credores buscam informações que assegurem o retorno e a viabilidade das garantias dos empréstimos, os acionistas agem em busca de informações sobre a saúde financeira e rentabilidade da empresa, por exemplo.

Teixeira e Freire (2009) definem o conflito de agência da seguinte forma:

caracteriza-se por uma situação em que alguém, potencialmente ou aparentemente, se vê confrontado com uma determinada situação que poderá originar uma quebra na sua confiança enquanto profissional, podendo comprometer de forma irreversível um negócio, uma relação jurídica ou uma simples decisão.

No mercado financeiro é comum operações de financiamentos e empréstimos entre credores e empresas. Numa operação de crédito, a principal preocupação do credor é que o devedor devolva o capital acrescido dos juros. Os contratos de dívida firmados entre o credor e o devedor buscam garantir o pagamento da dívida. Se os gestores de empresas administrassem em benefício dos interesses dos credores, não seria necessária a existência de contrato de dívidas repleto de cláusulas com condições, bastaria um acompanhamento por parte dos credores, pois os gestores agiriam conforme os interesses dos credores (GUAY, 2006). Entretanto, não é o que acontece. Dessa forma, os contratos de dívida servem para minimizar os conflitos de interesses entre o credor e o devedor e, nesse contexto, as cláusulas restritivas (*covenants*) reforçam a segurança dos contratos.

Segundo Beiruth (2015, p.31) “a relação existente entre *covenants* e conflito de agência advém do fato de os credores buscarem nos *covenants* um mecanismo para evitar o não recebimento dos empréstimos realizados”. Os *covenants*, quando bem elaborados, aumentam a garantia de recebimento da dívida e a segurança dos credores, pois, podem ser projetados para alertar os credores sobre a situação e desempenho da empresa devedora, o que colabora no controle da capacidade de pagamento da dívida.

Ainda segundo o autor, os *covenants* também são causadores dos problemas de agência, aumentando as chances de fraudes gerenciais e maquiagem de informações. Os gestores quando administram os negócios buscando os melhores resultados para a empresa, sem levar em consideração os interesses do credor, podem vir a descumprir algumas cláusulas



restritivas e para que isso não ocorra, os dados e informações acabam sofrendo alterações pelos gestores, mais conhecida como maquiagem de informações.

Os *covenants* também podem fazer com que os gestores tomem decisões diferentes das que tomariam normalmente, podendo ocasionar em conflito de interesses. Silva (2008) afirma que alterar as práticas contábeis pode ocorrer em consequências econômicas sobre os benefícios das partes interessadas. Com base nessa conjuntura, o autor descreve:

Os contratos de dívida não podem e não especificam (ex antes) detalhadamente as práticas contábeis utilizadas em todas as circunstâncias, assim, os administradores, quando confrontados com a possibilidade de violação de um ou mais *covenants*, podem ser estimulados a adotar uma técnica contábil que aumente o lucro, patrimônio líquido e/ou valor dos ativos.

Nesse sentido, os *covenants* tanto podem ajudar a dar mais seguranças às operações quanto podem ocasionar conflitos de interesses. É necessário, portanto, que os gestores sejam responsáveis durante a gestão da empresa e, diante disso, tem-se a Governança Corporativa que oferece boas práticas corporativas visando mitigar a ocorrência dos conflitos de agência.

## 2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A origem da Governança Corporativa está diretamente ligada ao desenvolvimento do capitalismo. As alterações que ocorreram na economia ao longo do século 20, sobretudo a separação entre a gestão empresarial e a propriedade, fizeram com que as companhias reformulassem sua estrutura de controle. Os escândalos que ocorreram na entre as décadas de 80 e 90 envolvendo grandes organizações, fortaleceram e sedimentaram um novo modelo de capitalismo, exigindo das companhias informações mais completas, fidedignas e transparentes. Diante disso, surge a Governança Corporativa.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2016) "a origem dos debates sobre Governança Corporativa remete a conflitos inerentes à propriedade dispersa e à divergência entre os interesses dos sócios, executivos e o melhor interesse da empresa". A Governança Corporativa surgiu, portanto, para superar os conflitos de agência.

O IBGC (2016) define Governança Corporativa como o "sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle". A BOVESPA (2016) explora essa definição afirmando que "é o conjunto de mecanismos de incentivo e controle que visam a assegurar que as decisões sejam tomadas em linha com os objetivos de longo prazo das organizações". Por conseguinte, a Governança

Corporativa visa garantir que os interesses dos administradores estejam alinhados aos interesses que melhor beneficiam a organização.

Entre os mecanismos de governança, destacam-se a existência de:

- conselho de administração ativo e que atue com independência;
- sistema de remuneração dos administradores e colaboradores alinhados com os interesses da Companhia e de seus acionistas;
- controles internos que assegurem procedimentos e práticas de acordo com os regulamentos da Companhia e exigências legais; e
- práticas transparentes e sistemáticas de reporte dos resultados para os acionistas e demais partes interessadas. (BOVESPA, 2016)

Estes mecanismos fazem parte das boas práticas de Governança Corporativa. As práticas de Governança Corporativa são táticas que ocasionam em maior transparência aos *stakeholders* (partes interessadas), minimizando a assimetria de informação entre administradores e proprietários (VIEIRA e MENDES, 2004). A transparência é fundamental à toda e qualquer organização, conforme observado por Assaf Neto (2010a, p 33), “a transparência é a forma mais eficiente e produtiva da empresa se relacionar com seus acionistas, credores e fornecedores, investidores potenciais, empregados e clientes, e com o mercado em geral”.

Essas boas práticas atraem os investidores, pois por zelar pela transparência das informações, asseguram as garantias e direitos dos acionistas e partes interessadas, reduzindo o risco.

Visando a conformidade das boas práticas de Governança Corporativa, estabeleceram-se quatro princípios básicos, definidos conforme o IBGC (2016):

a) Transparência - Está relacionado ao desejo da organização em informar e disponibilizar aos *stakeholders*, todas as informações de seus interesses, além das impostas por disposições de leis ou regulamentos.

b) Equidade - Refere-se ao sendo de justiça e igualdade, proporcionando um tratamento justo e isonômico aos *stakeholders* e acionistas.

c) Prestação de Contas - Os administradores devem prestar contas de suas atividades e ações, assumindo a consequências de seus atos e omissões.

d) Responsabilidade Corporativa - Os administradores devem zelar pela sustentabilidade da organização, de modo a garantir sua longevidade, levando em consideração os diversos capitais (financeiro, social, ambiental, etc).

De acordo o IBGC (2016), as principais motivações que levam as organizações a adotar as boas práticas de Governança Corporativa são:

(...) a busca por preservar e otimizar seu valor, obter melhorias de gestão, facilitar o acesso a recursos financeiros e não financeiros, contribuir para a longevidade,

administrar conflitos de interesses de maneira mais efetiva e conseguir avaliar, de forma permanente, seu propósito.

Todas as empresas, Limitadas ou Sociedades Anônimas, de capital aberto ou fechado, podem adotar o sistema da Governança Corporativa. Segundo Leite (2016) "muitas companhias Ltda's, inclusive as empresas familiares, estão adotando o sistema, pois perceberam as vantagens de controle de gestão e a facilidade de administração". Conforme o autor, os analistas de mercado recomendam a compra de ações de empresas que adotam as práticas de Governança Corporativa, por garantir maior retorno e segurança aos investidores. Além disso, as ações obtêm no mercado maior valorização, e as companhias atraem mais investidores quando pertencentes ao segmento de listagem Novo Mercado, grupo de amostra dessa pesquisa, conforme informado o seguir.

### 2.2.1 Novo Mercado

Criando um padrão de governança corporativa diferenciado, foi lançado no ano 2000 pela BOVESPA, o segmento do Novo Mercado. Seu principal objetivo foi de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias. A partir da primeira listagem, em 2002, se tornou o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital. (BOVESPA, 2016)

Conforme a BOVESPA (2016), o Novo Mercado conduz as empresas ao mais elevado padrão de governança corporativa. O segmento é destinado à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa e *disclosure* além das que são exigidas pela legislação brasileira.

As empresas que desejam fazer parte desse segmento devem adotar um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente.

Algumas obrigações adicionais às empresas desse segmento são:

- realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- estabelecimento de um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração; (...) (BOVESPA, 2016)

Os conflitos de agência podem ser resolvidos através de uma Câmara de Arbitragem, a qual oferece mais segurança, agilidade e eficácia aos investidores. As empresas que fazem parte desse segmento ganham atenção especial dos investidores e acionista, por teoricamente, prometerem divulgar informações fidedignas e apresentarem menores riscos nas operações.

### 3 METODOLOGIA

De acordo com Marconi e Lakatos (2003), a pesquisa é um procedimento formal, como método de pensamento reflexivo, que requer tratamento científico e se constitui no caminho para conhecer a realidade ou para descobrir verdades parciais. As pesquisas são classificadas conforme os critérios adotados e os objetivos estabelecidos.

Conforme Gil (2010), o principal objetivo da pesquisa descritiva é descrever características de determinada população, fenômeno ou estabelecimento de relações entre variáveis. Portanto, a pesquisa deste trabalho apresenta caráter descritivo, pois busca identificar as características dos *covenants* evidenciados pelas empresas do Novo Mercado. As empresas que pertencem a esse segmento de Governança Corporativa estão sujeitas a obrigações mais rígidas do que em comparação as empresas de outros segmentos. A partir disso, espera-se que essas empresas divulguem informações fidedignas em seus relatórios, documentos que foram utilizados para a coleta de dados desta pesquisa.

Ainda conforme o autor, uma das características mais significativas da pesquisa descritiva consiste na utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados. A partir disso a coleta de dados ocorreu de forma secundária, pois os dados foram coletados nos FR e/ou NE divulgadas no site da BM&FBOVESPA ou nos sítios eletrônicos das companhias.

Em relação ao procedimento técnico, trata-se de uma pesquisa documental devido a coleta de dados ser extraída dos documentos contábeis das empresas. Conforme Silva e Grigolo (2002), esse tipo de pesquisa visa, selecionar, tratar e interpretar a informação bruta, buscando extrair dela algum sentido e introduzir-lhe algum valor, podendo, desse modo, contribuir com a comunidade científica a fim de que outros possam voltar a desempenhar futuramente o mesmo papel. Procedimentos estes que foram adotados para responder ao problema de pesquisa proposto.

A pesquisa adotou o uso de duas abordagens: qualitativa e quantitativa. Qualitativa, pois propõe entender os principais interesses dos credores através dos *covenants* evidenciados nos contratos de dívida. Como quantitativa, pois tem como um de seus objetivos, relatar os tipos de *covenants* evidenciados nos formulários de referência e/ou nota explicativa.

### 3.1 COLETA DE DADOS

Inicialmente realizou-se o levantamento das 134 companhias listadas na BM&FBOVESPA, no segmento Novo Mercado de Governança Corporativa, no ano exercício de 2014. Os dados foram coletados no site da BM&FBOVESPA e, quando indisponível nesse, nos sítios eletrônicos das companhias. A coleta de dados ocorreu em 201 relatórios, sendo 131 FR e cerca de 70 NE.

Algumas companhias reapresentam periodicamente seu FR, divulgando várias versões, como exemplo, a companhia BR Insurance Corretora de Seguros S.A. que em 18/05/2016 apresentou a 21ª versão do FR de 2014. À vista disso, adotou-se como base para a coleta os últimos FR divulgados pelas companhias, referente ao ano exercício de 2014, no período compreendido de 21/05/2016 a 04/06/2016, onde se realizou o levantamento dos dados desta pesquisa.

No FR, as informações foram coletadas no item "10. Comentários dos diretores", subitem "10.1 – Condições financeiras/patrimoniais". Nesse subitem há um tópico (f) onde as companhias devem descrever sobre os níveis de endividamento e as características das dívidas, informando os contratos de empréstimos e financiamentos relevantes e eventuais restrições impostas, em especial, em relação a limites de endividamento e contratação de novas dívidas, à distribuição de dividendos, alienação de ativos, emissão de novos valores mobiliários e alienação de controle societário.

Outros itens apenas foram consultados quando a companhia informava que as restrições se encontravam em outro local, como no caso da empresa JBS S.A. (2015) a qual informou que "as principais restrições contratuais das obrigações tomadas pela Companhia estão descritas na seção 7.8 deste Formulário de Referência".

Os dados coletados delimitaram-se as informações sobre empréstimos e/ou financiamento e relacionadas às debêntures, que se encontravam em operação no ano de 2014. Na insuficiência de algum dado necessário para alcançar os objetivos desta pesquisa, buscou-se nas NE das demonstrações financeiras do referido exercício, nas informações sobre empréstimo e/ou financiamentos e debêntures.

### 3.2 ORGANIZAÇÃO DOS DADOS

Para a organização dos dados, o primeiro passo foi compor a amostra da pesquisa, conforme Tabela 1.

**Tabela 1 - Empresas que relatam *covenants***

Objeto de estudo	Qtd
(+) Empresas da pesquisa	134
(-) Bancos	(1)
(-) Em recuperação judicial	(2)
(-) Não disponibilizaram FR e/ou NE de 2014	(2)
(-) Não relatam a existência <i>covenants</i>	(17)
(=) Empresas que relatam <i>covenants</i>	112

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2016)

Conforme dados da tabela, em 2014 o Novo Mercado era composto por 134 companhias. Dessas companhias, eliminou-se um banco, duas companhias que se encontravam em recuperação judicial, duas empresas que não divulgaram o formulário de referência e notas explicativas de 2014, e por fim, 17 empresas que não relataram alguma restrição ou obrigação por meio de *covenants*. Após essas eliminações, chegou-se a amostra de pesquisa formada por 112 empresas do Novo Mercado. As empresas eliminadas da amostra estão relacionadas no Quadro 2.

**Quadro 2- Empresas eliminadas da amostra**

BANCO	Banco do Brasil
EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL	Óleo e Gás
	OSX
NÃO DIVULGARAM FR OU NE	Anhanguera
	Autometal
NÃO RELATARAM COVENANTS	
BB Seguridade Participações	Odontoprev
BR Insurance Corretora de Seguros	Petro Rio
Brasil Brokers Participacoes	Porto Seguro
BRF	Ggep participações
CCX Carvão da Colômbia	T4f entretenimento
Grendene	Tarpon investimentos
Log-in Logística Intermodal	Tempo Participações
Lps Brasil - Consultoria de Imóveis	Unicasa Indústria de Móveis
Multiplus	

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2016)

No segundo momento, realizou-se a tabulação do termo *covenants* e outras terminologias relatadas pelas companhias, considerando o tipo dos termos relatados e a frequência dentre as companhias, a fim de saber quantas terminologias uma empresa pode usar para relatar os *covenants*.

Durante a coleta de dados, foram observadas empresas que não possuem *covenants*, mas utilizam o termo ou similares para informar aos acionistas, como exemplo a empresa BRF (2015) que informa em seu formulário de referência "em 2014, a Companhia não possuía nenhum contrato de financiamento com cláusulas restritivas (*covenants* financeiros)". Os termos evidenciados em empresas que não possuíam *covenants* não foram considerados.

Por fim, ocorreu a organização dos *covenants* coletados, classificando-os em financeiros e não financeiros. Sabendo que algumas companhias detêm mais de um empréstimo e/ou financiamento e operações de debêntures, e que dessa forma um tipo de *covenants* pode aparecer determinadas vezes a uma companhia, eliminou-se os *covenants* em duplicidade, considerando uma ocorrência por companhia. Os *covenants* financeiros foram reclassificados conforme a demonstração financeira, Balanço Patrimonial ou Demonstração do Resultado.



## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 EVIDENCIAÇÃO DO TERMO *COVENANT* E OUTRAS TERMINOLOGIAS

As companhias ao relatarem os *covenants* presentes nos contratos de dívida, por vezes, optam por alguma outra terminologia que seja de melhor compreensão aos seus *stakeholders*. Em alguns casos, a palavra *covenant* pode vir associada a alguma palavra sinônima de modo a explicar seu significado, como informado pela empresa All America Latina (2015) "Alguns contratos de empréstimos e financiamentos possuem cláusulas restritivas (*covenants*) que estabelecem limites (...)".

A partir das informações disponibilizadas pelas companhias em seus relatórios, foram encontradas 35 variações para a terminologia *covenant*, conforme Tabela 2.

**Tabela 2 - Evidenciação das terminologias relacionadas aos *covenants***

Terminologia	Qtde	%
Cláusulas	4	2,31%
Cláusulas restritivas	35	20,23%
Cláusulas contratuais	6	3,47%
Cláusulas contratuais restritivas	2	1,16%
Cláusulas de <i>covenants</i>	3	1,73%
Cláusulas de vencimento antecipado	7	4,05%
Cláusulas financeiras restritivas	2	1,16%
Compromissos financeiros	2	1,16%
Condições	2	1,16%
Condições restritivas	4	2,31%
<i>Covenants</i>	62	35,84%
Índices financeiros	5	2,89%
Obrigações (ões)	8	4,62%
Obrigações e Restrições	3	1,73%
Outros <i>covenants</i> relatados uma única vez	20	11,56%
Restrições	8	4,62%
<b>Total</b>	<b>173</b>	<b>100%</b>

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2016)

Percebe-se que os outros termos que são utilizados para se referir aos *covenants* são semelhantes entre si e implicam na ideia de obrigação e restrição, que são características dos *covenants*. As terminologias iniciadas com "cláusulas" são as mais relatadas e são evidenciadas 65 vezes considerando as cláusulas citadas apenas uma única vez (veja Quadro 3).

O termo *covenant* é o mais relatado dentre as empresas e o que apresenta maior frequência (aproximadamente 36%) entre as outras terminologias. A proporção entre as empresas que relataram ou não é demonstrada no Gráfico 1.

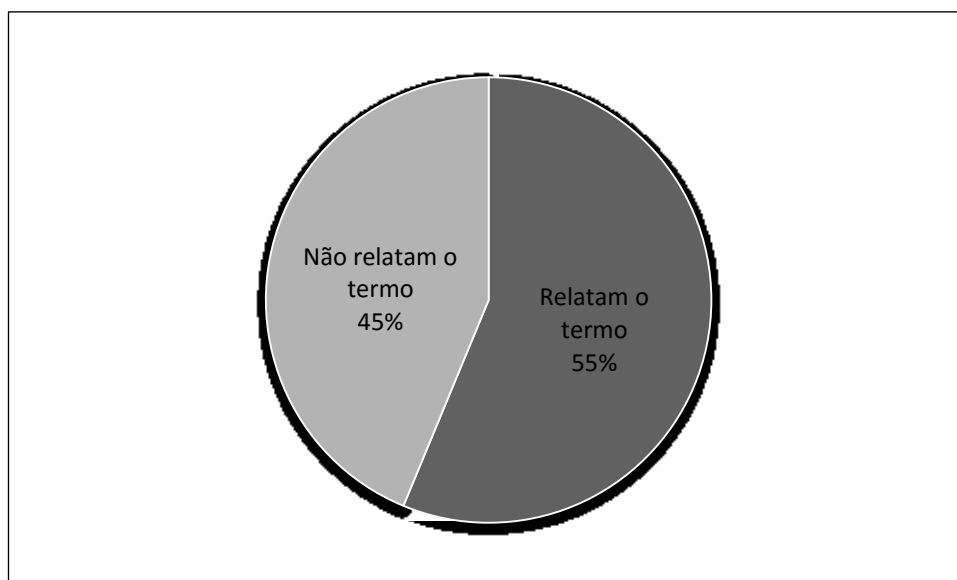


Gráfico 1 – Média de empresas que usam e não usam o termo *covenant*

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados da pesquisa (2016)

Conforme o Gráfico 1, das 112 empresas, aproximadamente 55% (62 empresas) das companhias usam o termo *covenant* para descreverem as obrigações e/ou restrições que estão sujeitas a cumprir no contrato de dívida. Índice baixo se considerarmos esse termo como o mais correto para descrever as obrigações e/ou restrições presentes nas cláusulas do contrato. Ao usar o termo *covenant*, a cláusula não corre o risco de ser interpretada como uma cláusula normal de mercado e em consequência disso, o não cumprimento da mesma, podendo ocasionar, por exemplo, no vencimento antecipado da dívida. A empresa Even (2015) relata o termo para informar que "as debêntures apresentam determinados “covenants” que são monitorados periodicamente pela Administração", a partir dessa declaração pode-se verificar que os gestores devem gerenciar com frequência se os *covenants* estão sendo cumpridos.

A segunda terminologia mais relatada são cláusulas restritivas, descrita por cerca de 31% das empresas (35 empresas). A Cosan (2015) é uma das empresas que usam o termo para relatar os *covenants*, descrevendo-o da seguinte maneira: "A Companhia e suas controladas estão sujeitas a determinadas cláusulas restritivas existentes nos contratos de empréstimos e financiamentos".

O vencimento antecipado da dívida é umas das consequências econômicas caso exista a violação de um *covenant*. No entanto, 7 empresas usam essa terminologia para se referir ao *covenant*, como exemplo a empresa Ez Tec (2015) relata "cláusulas de vencimento antecipado (“Covenants”) atreladas com índices financeiros da Companhia"

Alguns outros relatos das terminologias pelas empresas: (i) índices financeiros conforme a empresa Valid (2015) "nos contratos financeiros, estamos sujeitos à observância

de determinados índices financeiros (*covenants*)". (ii) obrigações e restrições pela empresa CSU (2015) "Alguns de nossos contratos (...) incluem obrigações e restrições usuais de mercado (*covenants*).". (iii) O termo cláusulas de *covenants*, segundo a empresa Diagnóstico das Américas (2015) "estão inseridas cláusulas de *covenants* (obrigação)".

Das 35 terminologias encontradas, 20 foram relatadas apenas uma única vez, conforme Quadro 3.

**Quadro 3 - Outras terminologias relatadas uma única vez**

<b>Terminologias</b>	
Cláusulas afirmativas	Condições mínimas
Cláusulas com restrições	Disposições
Cláusulas de cumprimento de índices financeiros	Eventos
Cláusulas de obrigações especiais	Limitações
Cláusulas de proteção	Limites mínimos e máximos
Cláusulas financeiras e operacionais	Obrigações Acessórias
Compromissos assumidos	Obrigações Contratuais
Compromissos Contratuais	Obrigações especiais
Compromissos Restritivos	Regras Contratuais
Condições contratuais	Termos Restritivos

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados da pesquisa (2016)

Dentre os termos relacionados no Quadro 3, os termos “eventos” e “disposições” são os que mais chamam atenção por não serem semelhantes às outras terminologias. A empresa Hypermarchas (2015) fez uso de uma dessas terminologias para indicar que a quebra dos *covenant* não financeiros implicariam em condição de vencimento antecipado, relatando "A ocorrência dos eventos indicados a seguir facultará ao credor considerar a cédula antecipadamente vencida". Já o termo disposições foi relatado pela MMX Mineracao e Metalicos (2015) para informar "contratos financeiros nos quais estão inseridas disposições (*covenants*) usualmente praticadas no mercado"

A palavra termos restritivos foi evidenciada pela empresa Cielo (2015), relatando que "estabeleceu termos restritivos (i) à contratação de novas dívidas". Já a empresa Cyrela Commercial (2015) relatou os *covenants* financeiros e não financeiros da seguinte forma: "além desses compromissos financeiros, existem outros compromissos assumidos, entre os quais, relacionados aos eventos: (i) Alterações na estrutura societária, tais como fusões, cisões e incorporações".

Como visto, algumas empresas usam mais de um termo para relatar os *covenants*. A quantidade de termos por empresa pode ser verificada no Gráfico 2.

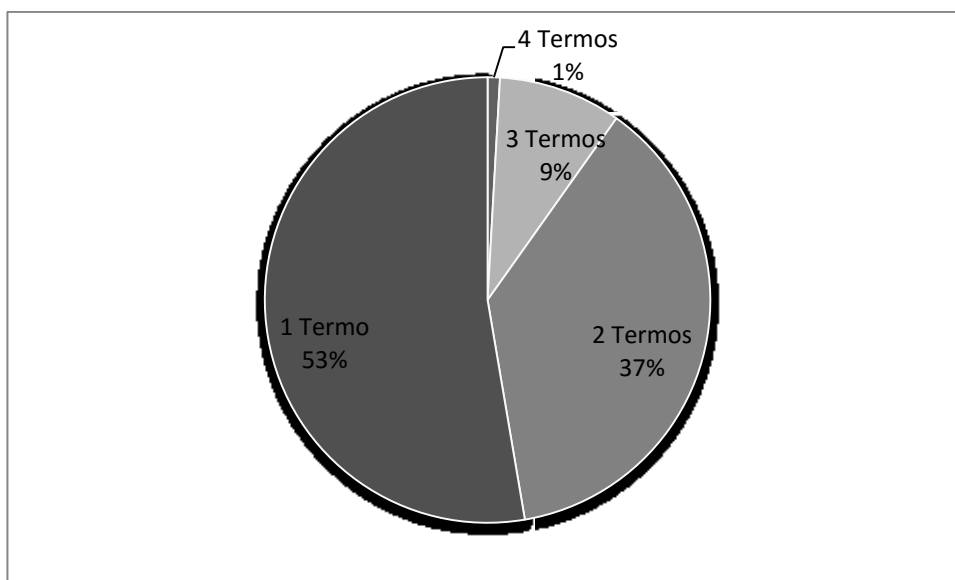


Gráfico 2 – Quantidade de termos relatado por empresa

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2016)

Das 112 empresas dessa amostra, 59 empresas usam apenas um termo, dentre essas, aproximadamente 29% (17 empresas) usam o termo *covenant*. Cerca de 37% das empresas (42 empresas) usam duas terminologias, e 9% (10 empresas) relatam três termos distintos. Apenas a empresa CPFL Energia usou quatro terminologias, são elas: *covenants*, condições restritivas, cláusulas financeiras e operacionais e obrigações contratuais.

#### 4.2 CLASSIFICAÇÃO *COVENANTS* FINANCEIROS E NÃO FINANCEIROS

No ano de 2014, dentre as empresas da amostra dessa pesquisa, há empresas que possuem *covenants* financeiros e não possuem outras cláusulas restritivas, como *covenants* não financeiros ou restrições contratuais que não estabelecem em suas cláusulas índices contábeis, e vice-versa.

Conforme declaração da empresa Raia Drogasil (2015) em seu formulário de referência "A mensuração dos "covenants" é anual e, em 31 de dezembro de 2014, 2013 e 2012 não houve descumprimento às referidas exigências. (...) A Companhia não possui contratos condicionados ao cumprimento de *covenants* não financeiros.". Percebe-se, portanto, que as empresas podem estar sujeitas apenas a um tipo de *covenants*.

Em razão disso, buscando responder os objetivos à que se propõe este estudo, a análise das características dos *covenants* financeiros e outras cláusulas restritivas não financeiras, ocorreu conforme dados da amostra indicado na Tabela 3.

**Tabela 3 - Quantidade de empresas com *covenants* financeiros e não financeiros**

Objeto de estudo	Qtd
Empresas com <i>covenants</i>	112
i. (-) Não divulgaram <i>covenants</i> financeiros	(14)
(=) Empresas da análise financeira	98
ii. (-) Não divulgaram <i>covenants</i> não financeiros	(27)
(=) Empresas da análise não financeira	85

Fonte: Elaborada pela autora a partir dos dados da pesquisa (2016)

A tabela apresenta a quantidade de empresas que informaram algum tipo de cláusula restritiva e a separação conforme a classificação dessas restrições. Das 112 empresas da análise, em média 24% (27 empresas) não informaram se havia algum tipo de restrição não financeira, enquanto cerca de 13% das empresas (14 empresas) não apresentaram *covenants* financeiros. A partir disso, pode-se afirmar que os contratos de dívida estabelecem, preferencialmente, cláusulas de *covenants* financeiros.

#### 4.3 COVENANTS FINANCEIROS

Com base nas informações divulgadas pelas companhias em seus formulários de referência e/ou notas explicativas foram relatadas 139 formas distintas de *covenants* financeiros. Estes *covenants* são indicadores contábeis diretamente relacionados às demonstrações financeiras.

Índices Financeiros	Objetivo em 31/03/2011	Objetivo em 31/03/2012	Objetivo em 31/03/2013	Objetivo a partir de 31/03/2014
Liquidez corrente – maior ou igual:	1,0	1,1	1,1	1,1
EBITDA sobre despesa financeira líquida – maior ou igual	1,5	1,5	2,0	2,5
Dívida líquida sobre EBITDA – menor ou igual	5,0	5,0	4,5	3,5

Figura 1 – *Covenants* da empresa Biosev

Fonte: BM&FBOVESPA (2016)

Conforme Figura 1, a empresa Biosev divulgou em seu formulário de referência (2014) os *covenants* de liquidez corrente, o qual mostra a capacidade de pagamento da empresa no curto prazo, a partir da divisão entre as contas do Balanço Patrimonial, ativo circulante e o passivo circulante. O segundo *covenant* é o EBITDA sobre despesa financeira líquida, que estão relacionados à Demonstração do Resultado. E a última cláusula, dívida líquida sobre o EBITDA, relaciona uma conta do Balanço Patrimonial (dívida líquida), com o EBITDA, que está relacionado à Demonstração do Resultado.

Buscando analisar quais os tipos, características, e sua importância nos contratos de dívida, os *covenants* financeiros foram separados em três grupos, relacionando-os com a demonstração contábil a que se referem, conforme Tabela 4.

**Tabela 4 – Tipos de *covenants* financeiros relacionados as demonstrações contábeis**

<b>Demonstração Contábil</b>	<b>Qtde</b>
Balanço Patrimonial	77
Demonstração do Resultado	19
Híbridos	43
<b>Total</b>	<b>139</b>

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2016)

Dos 139 tipos de *covenants* financeiros relatados, conforme a classificação proposta na tabela, percebe-se 56% são *covenants* relacionados às contas do Balanço Patrimonial, apresentando 77 tipos de indicadores financeiros. Cerca de 14% dos *covenants* financeiros encontrados estão relacionados com as contas da Demonstração do Resultado, com 19 índices distintos. E quanto aos *covenants* híbridos, considerados aqui aqueles que em sua forma de cálculo relacionam contas de pelo menos duas demonstrações contábeis, foram encontrados 43 indicadores, aproximadamente 31% do total da amostra.

Dentre as 98 empresas da análise financeira, os tipos *covenants* financeiros foram relatados com frequência, evidenciados 279 vezes entre as empresas. Para analisar esses resultados, as Tabelas 5, 6, e 7, relacionam os *covenants* financeiros e a quantidade de empresas que o evidenciam.

#### 4.3.1 *Covenants* relacionados ao Balanço Patrimonial

Os *covenants* financeiros relacionados ao Balanço Patrimonial representaram cerca de 42% das 279 vezes que algum *covenant* financeiro foi evidenciado nas empresas do Novo Mercado. A Tabela 5 relaciona os tipos de *covenants* com maior evidenciação dentre as empresas, e ainda há outros 62 que são relatados apenas uma vez.

**Tabela 5 - Covenants relacionados ao Balanço Patrimonial por empresa**

<b>Covenants financeiros</b>	<b>Qtde</b>
Ativo circulante / passivo circulante	11
Cobertura de parcelas a vencer (nível mínimo)	4
Dívida líquida / patrimônio líquido	9
Dívida líquida / Valor Contábil	2
Dívida líquida + imóveis a pagar / patrimônio líquido	2
Dívida total / patrimônio líquido	3
Exigível total / patrimônio líquido - dividendos	2
Índice de endividamento	4
Índice de endividamento geral	2
Outros <i>covenants</i> que aparecem uma única vez	64
Patrimônio líquido / ativo total	9
Patrimônio líquido / patrimônio líquido + dívidas bancárias líquidas	3
Patrimônio líquido / patrimônio líquido + dívidas líquidas	2
Recebíveis de conta corrente (saldo mínimo)	3
<b>Total</b>	<b>118</b>

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2016)

Dentre os *covenants* relacionados ao balanço, o índice de liquidez corrente é o mais relatado, em aproximadamente 11% das empresas (11 empresas). Diante disso, percebe-se o interesse do credor em saber se os bens e direitos da companhia serão suficientes para sanar dívidas no curto prazo. Este indicador é muito importante para o controle financeiro da empresa, pois caso a empresa não consiga cumprir suas obrigações deverá tentar renegociar suas dívidas ou obter crédito adicional.

A dívida líquida sobre o patrimônio líquido é o segundo *covenant* mais evidenciado, relatado por cerca de 9% das empresas. Este *covenant* protege os interesses dos acionistas em relação insolvência e a capacidade da empresa em adquirir novos financiamentos na qualidade de investimentos oportunos.

A Figura 2 mostra um exemplo de covenant relacionado ao Balanço Patrimonial divulgado no formulário de referência.

**i. Endividamento Geral / Ativo Total: igual ou inferior a 65%;**

Figura 2 – *Covenant* da empresa Linux  
Fonte: BM&FBOVESPA (2016)

Aproximadamente 42% dos *covenants* relacionados ao balanço indicam a dívida, seja ela líquida, onerosa, bruta ou total, e são relatados 63 vezes pelas empresas. Destes, há 14 indicadores que, dentre suas variações de cálculo, relacionam o valor dos recebíveis com a dívida líquida, como exemplo o *covenant*: recebíveis + receita a apropriar + estoques / dívida líquida + imóveis a pagar + custo a apropriar, que ajudam os credores a analisar se a empresa conseguirá cumprir com suas obrigações.

### 4.3.2 *Covenants* relacionados à Demonstração do Resultado

Os *covenants* relacionados à Demonstração do Resultado são evidenciados apenas cerca de 16% entre as empresas (44 vezes). Aproximadamente 76% dos *covenants* são evidenciados apenas uma única vez, conforme Tabela 6.

**Tabela 6 - *Covenants* financeiros relacionados a DRE por empresa**

<b><i>Covenants</i> financeiros</b>	<b>Qtde</b>
Despesa financeira / EBITDA	1
EBIT / despesa financeira líquida	2
EBIT / despesa financeira	1
EBITDA / "Debt Service"	1
EBITDA / despesa de juros	1
EBITDA / despesa de juros paga	1
EBITDA / despesa financeira	2
EBITDA / despesa financeira líquida	21
EBITDA / despesas financeiras + juros	1
EBITDA / receita líquida	1
EBITDA / receita operacional líquida	4
EBITDA / resultado financeiro	2
EBITDA / resultado financeiro líquido	1
EBITDA / resultado financeiro líquido consolidado	1
EBITDA ajustado / despesa financeira líquida	1
EBITDA ajustado / resultado financeiro consolidado	1
EBITDA devido / custo financeiro	1
Fluxo de repasses / despesa financeira líquida	1
<b>Total</b>	<b>44</b>

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2016)

Em média 91% desses *covenants* contábeis apresentam o EBITDA na fórmula dos indicadores. A Figura 3 trás um exemplo de como um *covenant* relacionado a DRE, foi relatado nos formulários de referência.

**condicionados ao cumprimento de duas cláusulas restritivas ("covenants"):**

**- Margem EBITDA (EBITDA/Receita operacional líquida): igual ou superior a 3,6% e**

Figura 3 – *Covenant* da empresa Raiadrogasil  
Fonte: BM&FBOVESPA (2016)

Apesar do EBITDA não ser uma conta da demonstração do resultado, para classificá-lo como indicador da demonstração do resultado considerou-se o fato dele analisar o resultado final da empresa. Conforme Iudícibus (2010, p. 247),

(...) esse indicador não representa o valor de caixa, porém a capacidade que a empresa tem para a formação de resultado operacional. Isso porque, *a priori*, o cálculo está embasado nas demonstrações de resultado que é formada sob a ótica do Princípio Contábil da Competência.



Mesmo que o EBITDA não seja considerado uma medida contábil, conforme as IFRS e as Práticas Contábeis Adotadas no Brasil, o indicador é uma importante ferramenta para a análise financeira e econômica da empresa, para analisar a origem dos resultados e mensurar com mais precisão a produtividade e a eficiência da empresa. A companhia Ecorodovias (2015) acredita "que o EBITDA funciona como uma ferramenta significativa para comparar, periodicamente, o seu desempenho operacional, bem como para embasar determinadas decisões de natureza administrativa".

#### 4.3.3 *Covenants* híbridos

Para esse estudo, consideraram-se como *covenants* híbridos aqueles que apresentavam contas de diferentes demonstrações contábeis, no cálculo do indicador. Como exemplo o índice dívida líquida sobre EBITDA, relaciona a conta do Balanço Patrimonial com a do Resultado. A relação desses *covenants* pode ser verificada na Tabela 7.

**Tabela 7 - *Covenants* financeiros híbridos por empresa**

<b><i>Covenants</i> financeiros</b>	<b>Qtde</b>
Dívida bancária líquida / EBITDA	3
Dívida bruta consolidada / EBITDA	2
Dívida financeira líquida / EBITDA	4
Dívida líquida / EBITDA	48
Dívida líquida / EBITDA Ajustado	10
Dívida líquida consolidada / EBITDA	2
EBITDA / serviço da dívida	2
Índice de cobertura da dívida	3
Índice de cobertura do serviço da dívida ICSD	9
Outros <i>covenants</i> que aparecem uma única vez	34
<b>Total</b>	<b>117</b>

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2016)

Em média, 42% dos *covenants* evidenciados pelas empresas são híbridos. O EBTIDA mais uma vez ganha espaço entre os *covenants* no cálculo dos indicadores. Dos 43 *covenants* híbridos demonstrados pelas empresas, cerca de 82% apresentam o EBITDA, são evidenciados 99 vezes e em todas elas o indicador encontra-se relacionado com a dívida líquida.

A importância do indicador dívida líquida sobre EBITDA pode ser percebida conforme a declaração da empresa Tupy (2015) em seu formulário de referência, "Aproximadamente 66% dos contratos de financiamentos e empréstimos estão sujeitos ao

cumprimento do índice financeiro Dívida Líquida/EBITDA". A Figura 4 traz exemplo de como essa cláusula foi relatada no formulário de referência.

Covenants das Escrituras - 6ª e 7ª Emissões de Debêntures:		
Índice	Limite	Resultado
Dívida Líquida / EBITDA	Menor ou igual a 3,0	2,9
EBITDA / Serviço da Dívida	Maior ou igual a 1,5	1,6

Figura 4 – Covenants da empresa Copasa  
Fonte: BM&FBOVESPA (2016)

Instituir limites para o indicador da dívida líquida sobre EBITDA é importante para o credor, pois dessa forma, ele consegue assegurar a capacidade de os tomadores de recursos conseguirem sanar suas dívidas através do caixa operacional.

#### 4.3.4 Comparações entre os tipos de *covenants*

Conforme visto, para análise dos resultados essa pesquisa classificou os *covenants* em três grupos: os relacionados ao Balanço Patrimonial, a Demonstração do Resultado e os considerados híbridos. O Gráfico 3 relaciona a quantidade dos tipos de *covenants* em cada grupo, e a frequência com que foram relatados pelas companhias.

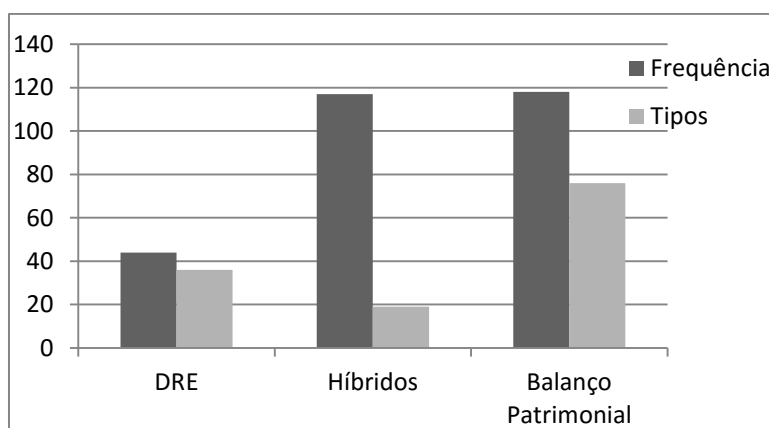


Gráfico 3 - Comparação entre tipos de *covenants* e a frequência dentre as empresas  
Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados da pesquisa (2016)

A partir de uma análise quantitativa entre os grupos, percebe-se que o grupo que mais contém *covenants* financeiros é o Balanço Patrimonial, com 77 tipos. Diante disso, poder-se-ia afirmar que os credores ao instituir *covenants* nas cláusulas dos contratos de dívida, procuram proteger principalmente seus interesses econômicos. Entretanto, fazendo uma análise de forma qualitativa, percebe-se que os grupos que mais tiveram *covenants*

evidenciados entre as empresas foram os híbridos, com 117 relatos, e os do Balanço Patrimonial, com 118 relatos dentre os tipos. A partir disso, poder-se-ia concluir que os credores buscam atender não apenas seus interesses econômicos, mas também os interesses financeiros, na mesma proporção.

Analisando de forma quantitativa e qualitativa, percebe-se que no mercado de crédito em geral, desconsiderando as especificidades do setor de cada empresa, os *covenants* híbridos são os mais utilizados pelos credores, pois os 43 tipos desses *covenants* foram relatados 117 vezes. Apesar de o Balanço Patrimonial apresentar praticamente esse mesmo número de frequência dos *covenants*, as restrições aos indicadores financeiros desse grupo acabam sendo muito específicas às atividades da companhia, fato esse que explica os 62 tipos de *covenants* que foram relatados apenas uma única vez dentre as empresas.

Numa análise geral, entre os 139 tipos de *covenants* relatados, percebeu-se que os *covenants* híbridos e os relacionados à demonstração do resultado são os considerados mais importantes. Esses grupos apresentaram para o cálculo do indicador financeiro utilizado como *covenant*, o índice EBITDA. A preferência e a importância desse indicador para os credores pode ser percebida a partir de que, das 279 vezes que um *covenant* foi relatado pela empresa, cerca de 52% dessas ocorrências (144 vezes) o EBITDA foi relacionado com alguma outra conta das demonstrações no cálculo do indicador (*covenant*).

Diante do exposto, percebeu-se que as empresas do novo mercado estão sujeitas principalmente a restrições e obrigações que atendam principalmente aos interesses financeiros dos credores.

#### 4.3 COVENANTS NÃO FINANCEIROS E OUTRAS CLÁUSULAS RESTRITIVAS

Das 112 empresas do Novo Mercado que relataram *covenants* no item específico do formulário de referência e/ou em nota explicativa, 84 empresas mencionaram *covenants* não financeiros e outras cláusulas restritivas.

Algumas dessas empresas estão sujeitas a diversas restrições ou obrigações, conforme Figura 5.

**Compromissos Restritivos (covenants):** A escritura de emissão das Notas 2024 contém restrições contratuais de praxe quanto a capacidade da Companhia e a capacidade de algumas das subsidiárias que, entre outras coisas, limitam:

- incorrer em endividamento adicional, caso a relação dívida líquida/EBITDA seja superior a um determinado índice;
- criar ônus;
- vender ou alienar ativos;
- pagar dividendos ou efetuar certos pagamentos a seus acionistas;
- de forma geral, permitir restrições a dividendos ou outros pagamentos a acionistas por suas subsidiárias restritas;
- celebrar transações com partes relacionadas;
- celebrar transações de arrendamento com opção de recompra (sale leaseback); e
- alterar o controle sem efetuar uma oferta de compra das Notas 2024.

Figura 5 – *Covenants* não financeiros da empresa JBS  
Fonte: BM&FBOVESPA (2016)

Considerando os diversos tipos de *covenants* não contábeis, estes foram organizados conforme o tipo de obrigação ou restrição às atividades da empresa e/ou ações dos gestores que se referiam, e foram classificados em seis grupos referentes às restrições sobre: (i) condições de investimentos, operação e produção; (ii) capacidade de cumprimento das obrigações; (iii) política de empréstimos e financiamentos; (iv) pagamento de dividendos e outras distribuições; (v) reorganização societária, controle e propriedade; e (vi) obrigações das atividades da empresa.

Nas restrições sobre condições de investimento, operação e produção da empresa, foram relatados principalmente *covenants* relacionados à: (a) alienação de ativos e/ou propriedades; (b) fusões e aquisições de ativos; (c) manutenção das atividades produtivas; (d) modificação da natureza dos negócios; (e) desapropriação ou confisco de ativos e/ou propriedades; (g) limitações a certos investimentos; (h) renovação de contratos materiais, licenças ambientais e algumas franquias; (i) redução do quadro do pessoal; entre outras. Também foram relatadas outras cláusulas restritivas quanto à aplicação dos recursos concedidos, ao crescimento dos negócios, a suspensão das atividades e a transações com partes relacionadas e subsidiárias, por exemplo.

As restrições sobre a capacidade de cumprimento das obrigações são na sua maioria, condições de vencimento antecipado da dívida e estão relacionadas principalmente as ocorrências de inadimplência das obrigações, como exemplo: (a) descumprimento e/ou vencimento antecipado de qualquer contrato ou dívida; (b) inadimplirem suas obrigações e/ou não liquidarem, no respectivo vencimento, débito de sua responsabilidade decorrente de outros contratos; (c) não pagamento pela emissora e/ou pela garantidora das obrigações pecuniárias, entre outros.

Em relação às operações de empréstimos e financiamentos, foram relatados *covenants* restritos a: (a) contratação de novas dívidas; (b) penhor ou hipoteca sobre ativos, propriedades ou renda; (c) realizar adiantamento a clientes; (d) cessão ou transferência a terceiros de direitos e obrigações, entre outros. Outras cláusulas de restrições foram relatadas referentes à concessão, outorga de garantias; constituir garantias reais de qualquer espécie em operações com outros credores; condições *pari passu* entre debenturistas e os demais credores, por exemplo.

Os *covenants* sobre pagamento de dividendos e outras distribuições, impõe restrições quanto: (a) distribuição de dividendos; (b) distribuições de lucros; (c) juros sobre capital próprio; (d) outros pagamentos a acionistas; (e) redução de capital e recompra de ações, (f) resgate/amortização de ações; (g) transferências a terceiros, entre outros.

Quanto a reorganização societária, controle e propriedade, os principais *covenants* relatados estavam relacionados a: (a) alterações realizadas no capital social ou estrutura societária; (b) alteração do objeto social; (c) transferência ou cessão de controle acionário, (d) emissão de valores mobiliários; (e) emissão de debêntures e/ou partes beneficiárias; entre outros.

Ainda, algumas empresas estavam sujeitas a cumprir certas obrigações referentes às atividades da empresa, como exemplo: (a) apresentar anualmente ao credor demonstrações financeiras consolidadas auditadas por empresa de auditoria independente registrada na CVM; (b) comunicar previamente e formalmente ao credor constituição de garantia real; (c) conceder inspeções e visitas das suas instalações; (d) cumprimento dos pagamentos previstos em contrato; (e) garantia da integridade dos dados fornecidos aos agentes financeiros; (f) informar ao credor quaisquer fatos ou ocorrências que resultem na diminuição da capacidade de pagamento ou no valor das garantias; (g) manter-se em dia em relação a obrigações tributárias, previdenciárias e trabalhistas, entre outras.

Diante do exposto, percebe-se que os credores impõem diversos tipos de condições, limites, restrições e obrigações nas mais variadas formas, tudo para garantir que a empresa não tome decisões errôneas que a façam entrar em estado de solvência e por sua vez, não realizar o pagamento das dívidas.

#### 4.4 COMPARAÇÕES COM ESTUDO ANTERIOR

A proposta para realização dessa pesquisa surgiu a partir do estudo de Xavier (2014). O autor buscou identificar e demonstrar quais os tipos e especificidades dos *covenants*

utilizados no mercado financeiro brasileiro. A pesquisa foi realizada a partir das empresas que faziam parte do Novo Mercado no ano de 2012.

O Quadro 4 faz uma breve comparação entre o estudo de Xavier (2014) e este.

**Quadro 4 – Comparação entre os anos de 2012 e 2014**

	<b>2012</b>	<b>2014</b>
Novo Mercado	134	134
Empresas com <i>covenants</i>	107	112
Outras terminologias	18	34
Tipos de <i>covenants</i> financeiros	42	139

Fontes: Xavier (2014) e dados da pesquisa (2016)

Entre os anos de 2012 e 2014 houve um aumento de apenas 5% (5 empresas) nas empresas que relatam *covenants* em seus formulários de referência e/ou notas explicativas. Em relação à terminologia, surgiram 17 novos termos para relatar os *covenants*.

Segundo o autor, os termos mais relatados são *covenant* e cláusulas restritivas, fato que se corrobora com os resultados desta pesquisa. Outro aspecto relevante entre os dois anos, foi o aumento de 230% dos tipos (97 tipos) de *covenants* financeiros. Em 2012 os *covenants* mais evidenciados entre as empresas eram dívida líquida / EBITDA e o EBITDA / despesas financeiras. Em 2014 esses indicadores permaneceram sendo os mais relatados.

A partir dos resultados da pesquisa de Xavier (2014), é possível afirmar que, independentemente dos novos tipos de *covenants* financeiros que surgiram, os indicadores relacionados ao EBITDA continuam sendo os mais usados para impor limites às empresas tomadoras de recursos e proteger os interesses dos credores.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As operações de crédito entre o credor e o tomador de recursos estão sujeitas a uma série de riscos devido às oscilações. A economia, o consumo e a produtividade são elementos essenciais que devem estar em constante aumento para o bom funcionamento do mercado de crédito. Quando esses elementos se encontram em baixa, a capacidade de pagamento, medida através do indicador dívida líquida sobre EBTIDA, torna-se o indicador mais preocupante e importante para as empresas (PEREIRA; OSCAR 2016).

De forma a mitigar os possíveis riscos identificados nas operações, os *covenants* tornam-se instrumentos essenciais nos contratos de dívida impondo obrigações e restrições de forma a assegurar ao credor o recebimento da dívida.

Partindo disso, o presente trabalho teve como objetivo identificar as características dos *covenants* evidenciados pelas empresas que fazem parte do Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

O estudo limitou-se a análise de 134 empresas listadas nesse segmento e às cláusulas contratuais que apresentam informações contábeis financeiras e não financeiras, informadas pelas empresas nos FR e/ou NE.

A relevância dos *covenants* nos contratos de dívida pode ser verificada a partir de que dentre as empresas listadas no Novo Mercado, em média 84% (112 empresas) estão sujeitas aos cumprimentos de *covenants*. Em relação a divulgação dessas restrições e obrigações, verificou-se que as empresas deveriam divulgar essas cláusulas com a terminologia correta, pois apenas 55% (62 empresas) usam o termo *covenants* em seus relatórios. O emprego correto da terminologia é importante para que os analistas, acionistas e demais interessados não interpretem erroneamente a cláusula, podendo ocasionar em algumas punições à empresa, dentre elas, o vencimento antecipado da dívida.

Entre as classificações do *covenants*, percebeu-se que os credores ao impor restrições aos devedores optam pelas cláusulas financeiras. Cerca de 88% das empresas estão sujeitas ao cumprimento de *covenants* financeiros que impõe limites a gestão econômica e financeira da empresa, através de indicadores contábeis.

Em relação aos *covenants* não financeiros, constatou-se que as empresas podem estar sujeitas a uma série de restrições como a alienação de ativos ou mudanças no controle societário, assim como obrigações de apresentar periodicamente as demonstrações contábeis auditadas.

Dentre os 139 tipos de *covenants* financeiros relatados pelas empresas, os mais evidenciados são o de cobertura da dívida (dívida líquida/EBITDA) relacionado ao BP e a DRE, cobertura de juros (EBITDA/despesa financeira) que está relacionado a DRE, e índices de liquidez relacionados ao BP. Esses indicadores estão diretamente ligados às demonstrações financeiras da companhia, e o indicador de cobertura da dívida, considerado nesse estudo como um *covenants* híbrido, foi o mais relatado dentre as empresas. Também foi possível notar que o EBITDA, apesar de ser considerado uma medida não contábil, possui forte influência na formação dos *covenants*.

Por conseguinte, constatou-se que os credores ao estabelecerem *covenants* nas empresas buscam, sobretudo, proteção aos interesses próprios, assegurando que a empresa vá continuar em funcionamento e gerar recursos que serão utilizados para o pagamento da dívida.

## 5.1 RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

Para trabalhos futuros recomenda-se um estudo considerando um horizonte temporal, a fim de identificar as diferenças entre os anos. Outra análise que poderia ser feita, são as diferenças entre os *covenants* presentes em debêntures e os que são usados em contratos de empréstimos e financiamentos. Também seria interessante realizar uma análise conforme a classificação setorial das empresas, ou comparar os níveis de segmento de governança corporativa. Poderia ser realizado também um levantamento das empresas que divulgaram em seus relatórios que quebraram as cláusulas de *covenants* e quais foram as consequências econômicas que sofreram.



## REFERÊNCIAS

ARTERIS. **Centrovias**: Formulário de Referência e Cadastral. 2015. Disponível em: <<http://ri.arteris.com.br/ptb/s-19-ptb-2015.html>>. Acesso em: 27 maio 2016.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e valor**. 5ª ed. São Paulo: Atlas 2010a.

ASSAF NETO, Alexandre. **Contabilidade Baseada em Valor**. Anais do VI Congresso Brasileiro de Custos, São Paulo, FEAUSP, 1999.

BM&FBOVESPA;. **Empresas Listadas**: Novo Mercado. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm)>. Acesso em: 01 mar. 2016.

BM&FBOVESPA; **Segmentos de listagem**: Novo Mercado. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)>. Acesso em: 01 mar. 2016.

BEIRUTH, Aziz Xavier. **Transformação estrutural de *covenants* com a adoção das IFRS no Brasil**. 2015. 127 p. Tese (doutorado) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Covenants*: Instrumento de garantia em Project Finance. **Revista BNDES**. Rio de Janeiro v 11, 1999. Disponível em: < [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1106.df](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1106.df) >. Acesso em 01 abr. 2016

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; JÚNIOR, Sebastião Bergamini. O Risco Legal na Análise de Crédito. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, V. 8, N. 16, P. 215-260, Dezembro 2001. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1607.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1607.pdf)>. Acesso em 01 abr. 2016.

CAMARGO, Leonidas Lopes de. **Uso de indicadores da qualidade para o gerenciamento estratégico de empresas do ramo comercial**. 2000. 109 p. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2000

COTTER, Julie. Utilization and restrictiveness of covenants in Australian private debt covenants. *Accounting & Finance*, v. 38, n 2, o. 181-196, Nov. 1998

FINNERTY, John D. **Project finance**: engenharia financeira baseada em ativos. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 1999.

FROST, Carol A.; BERNAND, Victor L. The role of debt covenants in assessing the economic consequences of limiting capitalization of exploration costs. *The Accountig Review*. v. LXIV, n 4, p. 788-808, Oct 1989.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2010.

IBGC. **Caderno de Boas Práticas de Governança Corporativa Para Empresas de Capital Fechado**: um guia para sociedades limitadas e sociedades por ações fechadas. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2014.

IBGC. **Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166>>. Acesso em: 01 maio 2016.

MARION, José Carlos. **Contabilidade empresarial**. 15. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 536

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 254 p.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Maria de Andrade. **Metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

LEITE, Roberto Cintra. OS BENEFÍCIOS DO SISTEMA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS EMPRESAS. Disponível em: <<http://www.cintraleite.com.br/PDFs/OsBeneficios.pdf>>. Acesso em: 30 abr. 2016.

MATHER, Paul; PEIRSON, Graham. (2006). Financial covenants in the market for public and rivate debtt. *Accouting & Finance*, (46), 285-307.

McGEE, James; PRUSAK, Laurence. **Gerenciamento estratégico da informação**: aumente a competitividade e a eficiência de sua empresa utilizando a informação. Rio de Janeiro: Campus, 1994.

MELLO, Fábio Roberto Barros. **GARANTIA DAS GARANTIAS**: Covenants atribuem maior segurança aos negócios favorecendo o adimplemento. 2015. Disponível em: <<http://www.conjur.com.br/2015-mai-07/fabio-mello-covenants-favorecem-adimplemento-contratos>>. Acesso em: 05 abr. 2016.

PEREIRA, Renée; COSTA, Naiana. Dívidas devem provocar explosão de quebras e recuperação judiciais no ano. **O Estadão**. São Paulo. 13 mar. 2016. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,dividas-devem-provocar-explosao-de-quebras-e-recuperacoes-judiciais-no-ano,10000020922>>. Acesso em: 07 maio 2016.

PERIN, Marcelo Sandrini; GLITZ, Frederico E. COVENANTS EM CONTRATOS DE FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO: UMA PERSPECTIVA JURÍDICA. **Rjlb**, Lisboa, n. 1, p.1375-1393, 2015. Disponível em: <[http://www.fredericoglitz.adv.br/biblioteca\\_detalhe/114/covenants-em-contratos-de-financiamento-de-longo-prazo-uma-perspectiva-juridica](http://www.fredericoglitz.adv.br/biblioteca_detalhe/114/covenants-em-contratos-de-financiamento-de-longo-prazo-uma-perspectiva-juridica)>. Acesso em: 01 maio 2016.

RAMSAY, I. & SIDHU, B. (1998). Accounting and non-accounting based information in the market for debt: evidence from Australian private debt contracts. **Accounting & Finance**, 38 (2), 197-221

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W., & JAFFE, J.F. **Administração financeira: Corporate finance**. São Paulo: Atlas, 2009.

SILVA, Adolfo Henrique e Coutinho. **Escolha de Práticas Contábeis no Brasil: Uma Análise sob a ótica da hipótese dos *covenants* contratuais**. 2008, 159f. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Curso de Pós Graduação em Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2008. Disponível em: < <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-16012009-120147/pt-br.php>>. Acesso em: 10 abr. 2016

SILVA, José Pereira da. **Gestão e Análise do Risco de Crédito**. São Paulo: Atlas, 2000.

SILVA, Marise Borba de; GRIGOLO, Tânia Maris. Metodologia para iniciação científica à prática da pesquisa e da extensão II. Caderno Pedagógico. Florianópolis: Udesc, 2002.

TEIXEIRA, Glória; FREIRE, Helena. CONFLITOS DE INTERESSES. **Obegef**, n. 1, 23p. fev. 2009. Disponível em: <<http://www.gestaodefraude.eu/wordpress/wp-content/uploads/2009/02/wp001.pdf>>. Acesso em: 20 fev. 2016.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo S. T. Governança corporativa: Uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista do BNDDES** 11 (22): 103-122, 2014.

XAVIER, Fernando Garcia. **A evidenciação de covenants no Novo Mercado: uma análise preliminar**. 2014. 59. Monografia (Ciências Contábeis) – Departamento de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2014.

YAMAMOTO, Marina Mitiyo; SALOTTI, Bruno Meirelles. **Informação contábil:** estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006. 99 p.

## **APÊNDICES**

**APÊNDICE A – EMPRESAS DO NOVO MERCADO**

**APÊNDICE B – TIPOS DE *COVENANTS* FINANCEIROS**

## APÊNDICE A – EMPRESAS DO NOVO MERCADO

**Quadro 5 – Empresas do Novo Mercado em 2014**

EMPRESAS DO NOVO MERCADO EM 2014		
ALIANSCCE SHOPPING CENTERS	ENEVA	ODONTOPREV
ALL AMERICA LATINA	EQUATORIAL ENERGIA	PARANAPANEMA
ANHANGUERA EDUCACIONAL	ESTACIO PARTICIPACOES	PDG REALTY EMPR E PARTICIPACOES
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO	ETERNIT	PETRO RIO
ARTERIS	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA	POMIFRUTAS
AUTOMETAL	EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES	PORTOBELLO
B2W - COMPANHIA DIGITAL	FERTILIZANTES HERINGER	PORTO SEGURO
BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES	FIBRIA CELULOSE	POSITIVO INFORMATICA
BCO BRASIL	FLEURY	PROFARMA DIST PROD FARMACEUTICOS
BEMATECH	GAEC EDUCAÇÃO	PRUMO LOGÍSTICA
BHG - BRAZIL HOSPITALITY GROUP	GAFISA	QGEP PARTICIPAÇÕES
BIOSEV	GENERAL SHOPPING BRASIL	QUALICORP
BMFBOVESPA BOLSA VAL MERC FUT	GRENDENE	RAIA DROGASIL
BROOKIFIELD	HELBOR EMPREENDIMENTOS	RESTOQUE COM E CONFEC DE ROUPAS
BR INSURANCE COR DE SEGUROS	HYPERMARCAS	RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS
BR MALLS PARTICIPACOES	IDEIASNET	ROSSI RESIDENCIAL
BR PROPERTIES	IGUATEMI EMP DE SHOPPING CENTERS	SAO CARLOS EMPR E PARTICIPACOES
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES	INDUSTRIAS ROMI	SAO MARTINHO
BRASIL PHARMA	INTERNATIONAL M COMP ALIMENTACAO	SER EDUCACIONAL
BRASILAGRO - CIA B DE PROP AGR	IOCHPE MAXION	SLC AGRICOLA
BRF	JBS	SMILES
CCR	JHSF PARTICIPACOES	SONAE SIERRA BRASIL

EMPRESAS DO NOVO MERCADO EM 2014			(continuação)
CCX CARVÃO DA COLÔMBIA	JSL	SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES	
CETIP - MERCADOS ORGANIZADOS	KROTON EDUCACIONAL	T4F ENTRETENIMENTO	
CIA HERING	LIGHT	TARPON INVESTIMENTOS	
CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	LINX	TECHNOS	
CIA PROVIDÊNCIA IND.E COMERCIO	LOCALIZA RENT A CAR	TECNISA	
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL	TEGMA GESTAO LOGISTICA	
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS	LOJAS RENNER	TEMPO PARTICIPAÇÕES	
CIELO	LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS	TEREOS INTERNACIONAL	
COSAN INDUSTRIA E COMERCIO	LUPATECH	TIM PARTICIPACOES	
CPFL ENERGIA	M.DIAS BRANCO IND COM DE ALIMENTOS	TOTVS	
CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS	MAGAZINE LUIZA	TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST.	
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS	MAGNESITA REFRATARIOS	TRACTEBEL ENERGIA	
CREMER	MAHLE-METAL LEVE	TRISUL	
CSU CARDSYSTEM	MARFRIG GLOBAL FOODS	TUPY	
CVC BRASIL OP E AGÊNCIA DE VIAGENS	MARISA LOJAS	ULTRAPAR PARTICIPACOES	
CYRELA BRAZIL REALTY EMP E PART	METALFRIO SOLUTIONS	UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS	
CYRELA COMM PROP EMPR PART	MILLS ESTR E SERV DE ENGENHARIA	VALID SOL. SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT.	
DIAGNÓSTICO DAS AMÉRICAS	MINERVA	VANGUARDA AGRO	
DIRECIONAL ENGENHARIA	MMX MINERACAO E METALICOS	VIGOR ALIMENTOS	
DURATEX	MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES	VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA	
ECORODOVIAS INFR. E LOGÍSTICA	MULTIPLUS	WEG	
EDP - ENERGIAS DO BRASIL	EMBRAER	NATURA	

Fonte: Elaborada pela autora através dos dados de pesquisa (2016)

## APÊNDICE B – TIPOS DE *COVENANTS* FINANCEIROS

**Quadro 6 – Tipos de *covenants* financeiros**

<b><i>Covenants</i> financeiros</b>
Ativo circulante / passivo circulante
Ativos desonerados / dívida corporativa líquida
Caixa e equivalentes de caixa + patrimônio líquido + aplicações financeiras de curto prazo / EBITDA ajustado consolidado gerencial
Cobertura de juros a vencer
Despesa financeira / EBITDA
Dívida atribuída às operações de venda e arrendamento mercantil / ativo tangível consolidado
Dívida bancária / EBITDA
Dívida bancária líquida / EBITDA
Dívida bruta / dívida bruta + patrimônio líquido
Dívida bruta / EBITDA
Dívida bruta / patrimônio líquido tangível
Dívida bruta consolidada / EBITDA
Dívida de curto prazo líquida / EBITDA
Dívida financeira líquida / EBITDA
Dívida financeira líquida de Curto Prazo / EBITDA
Dívida financeira total / EBITDA
Dívida líquida - dívidas com SFH, dívidas de projetos e dívidas com recursos do FGTS / EBITDA
Dívida líquida - dívidas com SFH, dívidas de projetos e dívidas com recursos do FGTS /patrimônio líquido
Dívida líquida - dívidas com SFH, dívidas de projetos e dívidas com recursos do FGTS + valor de terrenos a pagar / patrimônio líquido
Dívida líquida - disponibilidades / EBITDA
Dívida líquida - disponibilidades/EBITDA ajustado - resultado para propriedade para investimento
Dívida líquida - dívida com garantia real/patrimônio líquido
Dívida líquida - dívida líquida com garantia real / pelo patrimônio líquido,
Dívida líquida - Dívida SFH e FGTS / patrimônio líquido
Dívida líquida - dívidas com SFH dívidas de projetos e dívidas com recursos do FGTS não poderá ser superior a
Dívida líquida / dividendos recebidos
Dívida líquida / EBITDA
Dívida Líquida / EBITDA – Direito de Outorga Fixo Pago
Dívida líquida / EBITDA Adicionado
Dívida Líquida / EBITDA Ajustado
Dívida líquida / EBITDA ajustado Consolidado Gerencial
Dívida líquida / EBITDA consolidado
Dívida líquida / fluxo de repasse
Dívida líquida / imobilizado
Dívida líquida / patrimônio líquido
Dívida líquida / patrimônio líquido + Dívida líquida



<b>Covenants financeiros</b>
<b>(continuação)</b>
Dívida líquida / Propriedades para Investimento
Dívida líquida / Valor Contábil
Dívida líquida / Valor de Frota
Dívida líquida + contas a Pagar / aquisição de imóveis e terrenos + patrimônio líquido
Dívida líquida + contas a Pagar {ref. à aquisição de imóveis e terrenos - permutas} / patrimônio líquido
Dívida líquida + credores por imóveis compromissados / patrimônio líquido
Dívida líquida + Imóveis a Pagar – Dívida SFH/Patrimônio líquido
Dívida líquida + imóveis a pagar / patrimônio líquido
Dívida líquida + Terrenos a Pagar – Terrenos a Receber – Dívida SFH e FGTS / patrimônio líquido
Dívida líquida ajustada / EBITDA
Dívida líquida consolidada - financiamento de projetos / patrimônio líquido
Dívida Líquida Consolidada / EBITDA
Dívida líquida financeiro total consolidado / EBITDA consolidado
Dívida líquida total consolidada/ EBITDA ajustado consolidado
Dívida onerosa líquida / dívida onerosa líquida + patrimônio líquido
Dívida onerosa líquida / EBITDA
Dívida total - dívida de projetos - disponibilidades / patrimônio líquido + participações de acionistas não controladores
Dívida total / EBITDA
Dívida total / patrimônio líquido
Dívida total + imóveis a pagar - dívida SFH – disponibilidades / patrimônio líquido
Dívida total ajustada / EBITDA
Dívida total líquida/Ativo total
Dividendos + JSCP / Lucro Líquido do Exercício
Dividendos Recebidos / Serviço da Dívida das Debêntures
EBIT / despesa financeira líquida
EBIT /despesa financeira
EBITDA / "Debt Service"
EBITDA / amortização passivo bancário + despesa financeira líquida
EBITDA / despesa de juros
EBITDA / despesa financeira
EBITDA / despesa financeira líquida
EBITDA / despesas financeiras + juros
EBITDA / dívida líquida
EBITDA / endividamento líquido total
EBITDA / Receita líquida
EBITDA / receita operacional líquida
EBITDA / Resultado Financeiro
EBITDA / Resultado Financeiro Líquido Consolidado
EBITDA / serviço da dívida

<b>Covenants financeiros</b> <b>(continuação)</b>
EBITDA / serviço da Dívida líquida
EBITDA /Resultado Financeiro Líquido
EBITDA ajustado - resultado para propriedade para investimento / despesas financeiras líquidas
EBITDA ajustado / despesa financeira líquida
EBITDA ajustado / Juros
EBITDA ajustado / Resultado Financeiro Consolidado
EBITDA ajustado consolidado / encargos financeiros líquidos consolidados
EBITDA devido / custo financeiro
Endividamento de longo prazo / endividamento total
Endividamento geral / Ativo total
Endividamento líquido consolidado / patrimônio líquido
Endividamento líquido consolidado / EBITDA Consolidado
Endividamento líquido tem de ser menor do que X% do valor de mercado do portfólio de imóveis
Exigível total / patrimônio líquido - dividendos
Exigível total / patrimônio líquido
Fluxo de caixa consolidado antes do financiamento / Total do Serviço da Dívida
Fluxo de repasses / despesa financeira líquida
Índice consolidado da Companhia — holding + controladas
Índice de alavancagem
Índice de capitalização própria
Índice de cobertura da dívida
Índice de cobertura da duração do financiamento
Índice de cobertura de encargos
Índice de cobertura do serviço da Dívida Consolidado
Índice de cobertura do serviço da dívida ICSD
Índice de endividamento
Índice de endividamento geral
Índice de liquidez corrente
Índice mínimo de cobertura fixo
Índices de liquidez
Limite de caixa consolidado
Manutenção de patrimônio líquido/patrimônio líquido + Dívidas bancárias líquidas
Mínimo do principal com fluxo projetado de recebíveis
Níveis mínimos de cobertura de parcelas a vencer
Nível máximo para dívida líquida
Passivo circulante / Passivo circulante + Passivo Não Circulante
Passivo circulante + passivo exigível a longo prazo / patrimônio líquido
Passivo total consolidado / patrimônio líquido tangível
Patrimônio líquido / ativo total
Patrimônio Líquido / Passivo Total

<b><i>Covenants financeiros</i></b> <b>(continuação)</b>
Patrimônio líquido / patrimônio líquido + dívidas bancárias líquidas
Patrimônio líquido / patrimônio líquido + Dívidas líquidas
Patrimônio líquido consolidado / Ativo total consolidado
Recebíveis + estoque / dívida bruta + credores por imóveis compromissados + custos a apropriar - caixa
Recebíveis + recebíveis a apropriar + Estoque / Dívida líquida – Dívida SFH + Imóveis a Pagar + Custo a Apropriar
Recebíveis + receita a apropriar + estoques/dívida líquida + imóveis a pagar + custo a apropriar
Saldo mínimo para caixa e equivalentes de caixa
Saldo mínimo para patrimônio líquido
Saldos mínimos em conta reserva.
Saldos mínimos recebíveis de conta corrente.
Saldos mínimos recebíveis em uma conta corrente
Serviço da dívida / EBITDA
Total de contas a receber + estoques / dívida líquida - dívida com garantia real
Total de contas a receber + estoques de unidades concluídas / dívida líquida - dívida de projetos
Total de recebíveis + estoque pronto / dívida líquida - dívida SFH e FGTS
Total de recebíveis + estoque pronto / dívida líquida + terrenos a pagar - terrenos a receber + custos e despesas a apropriar de imóveis vendidos - dívida SFH e FGTS
Total de recebíveis + estoque pronto + receitas a apropriar / dívida líquida + imóveis a pagar + custo e despesa a apropriar
Total de recebíveis + estoques / dívida líquida - dívida líquida com garantia real
Total de recebíveis + imóveis a comercializar / dívida líquida - financiamento a produção + imóveis a pagar + custos e despesas a apropriar
Total de recebíveis + receita a apropriar + total de estoques concluídos / dívida líquida + imóveis a pagar + custo a apropriar
Total de recebíveis + receitas a apropriar + imóveis a comercializar / dívida líquida total + imóveis a pagar + custos e despesas a apropriar
Total de Recebíveis + Imóveis a Comercializar / Dívida Líquida + Imóveis a Pagar + Custos e Despesas a Apropriar
Total dos recebíveis + estoques / dívida líquida + contas a pagar por conta aquisição de imóveis e terrenos + custo e despesas a apropriar relativo a construções
Vacância média superior a X% do portfólio total
Valor dos recebíveis + valor dos imóveis a comercializar / dívida líquida + dos credores por imóveis compromissados + custos e despesas a apropriar
X% das receitas decorrentes da exploração do pedágio livres de ônus ou gravames

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos dados de pesquisa (2016)